

## Macro Rapid Response

### Germania: rimbalzo parziale per l'output a settembre

A settembre, la crescita di 1,3% m/m della produzione industriale non basta a cancellare il brusco calo, comunque rivisto al rialzo, del mese precedente. Il rimbalzo è guidato da quei settori, come l'automotive, che erano calati di più ad agosto per via di anomalie stagionali, a fronte di un contesto ancora debole per il resto della manifattura. Anche gli ordinativi non mostrano chiari segnali d'inversione: è ormai da un anno che le commesse industriali si muovono lateralmente a bassi livelli, compatibilmente con un'attività produttiva ancora debole tra fine 2025 e inizio 2026. Gli effetti ritardati dei tagli dei tassi e lo stimolo fiscale potrebbero sostenere maggiormente l'industria l'anno prossimo, ma non sono da sottovalutare i rischi competitivi rappresentati dalla trade diversion cinese.

In Germania, a settembre, **la produzione industriale è cresciuta di 1,3% m/m dopo che il forte calo di agosto è stato rivisto a -3,7% m/m da -4,3% precedente**. La flessione tendenziale si ridimensiona dunque a -1% da -3,6%. Il dato è comunque inferiore alle attese, in quanto era lecito attendersi un più ampio rimbalzo dopo l'anomalo dato agostano. **Durante l'estate l'industria si è contratta, per il secondo trimestre consecutivo, di -0,7% t/t**.

Tra i principali comparti, **rimbalza parzialmente l'output manifatturiero** (+2% m/m da -4,8%, rivisto da -5,6%), **cresce per il secondo mese la produzione di energia** (+1,3% m/m da +0,4%), **mentre cala ancora l'attività nelle costruzioni** (-0,9% m/m da -0,2%). I dati mensili di produzione suggeriscono che nel 3° trimestre manifattura e costruzioni hanno contribuito negativamente alla formazione del valore aggiunto, a fronte del terzo progresso trimestrale consecutivo per le utilities.

**Il rimbalzo manifatturiero è guidato dal settore auto** (+12,3% m/m da -16,7%), **dopo che il marcato calo di agosto era imputabile all'accavallarsi di chiusure per ferie e riorganizzazioni di alcune fabbriche**. In crescita anche la produzione nell'elettronica che era calata fortemente il mese precedente, mentre cala per il secondo mese l'output di macchinari e attrezzature dove prosegue l'inversione della forte lettura di luglio. **Al netto del comparto automobilistico, la produzione industriale è sostanzialmente stagnante**. In sostanza, **il rimbalzo di agosto è interpretabile come una normalizzazione dopo le anomalie letture dei mesi precedenti, e non come un segnale di svolta per l'industria tedesca**.

**Anche i dati sugli ordini confermano il quadro di una manifattura ancora debole**. A settembre gli ordini di fabbrica sono tornati a crescere (+1,1% m/m, -4,3% a/a), dopo quattro mesi di calo (tra maggio e agosto sono diminuiti del 3,8% in termini cumulati). Al netto dei, volatili, grandi ordinativi le commesse sono aumentate dell'1,9% rispetto al mese precedente, ma anche in questo caso si tratta di un rimbalzo non sufficiente a compensare la pesante contrazione del 3,2% registrata ad agosto. **Nel 3° trimestre, gli ordini "core" sono quindi scesi di -1,5% t/t dopo essere cresciuti di un modesto +0,3% t/t nei due trimestri precedenti**. In particolare, si conferma la debolezza degli ordini provenienti da paesi non appartenenti all'area euro, chiudendo il trimestre con una diminuzione media di oltre il -5% t/t. In sostanza, sembra che sulla domanda extra-europea, oltre all'inversione del front-loading, stiano iniziando a pesare gli impatti dei dazi, nonché dell'apprezzamento dell'euro. Più incoraggianti i segnali provenienti dalla domanda interna: le commesse sono in crescita per il quarto mese consecutivo e si attestano al 2% a/a. Tuttavia, al netto della volatilità mensile, **le commesse industriali tedesche si stanno muovendo lateralmente su livelli molto bassi da oltre un anno**. Le indagini di fiducia, in particolare l'IFO di ottobre, hanno recentemente offerto segnali di miglioramento; tuttavia, **vista la scarsa evidenza di una svolta per la domanda e i rischi competitivi rappresentati dalla trade diversion di importazioni cinesi a prezzi ridotti, prevediamo che l'attività industriale possa rimanere complessivamente debole tra la fine del 2025 e l'inizio del 2026**.

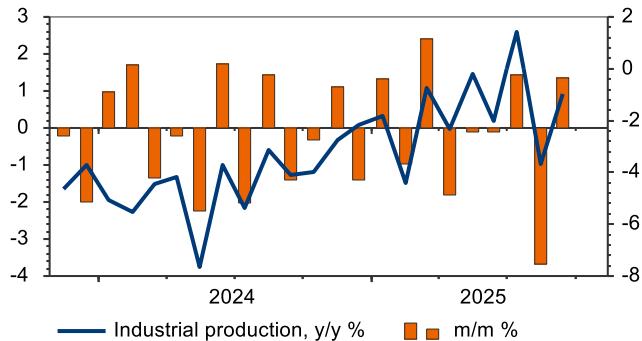
6 novembre 2025

Research Department

Macroeconomic Research

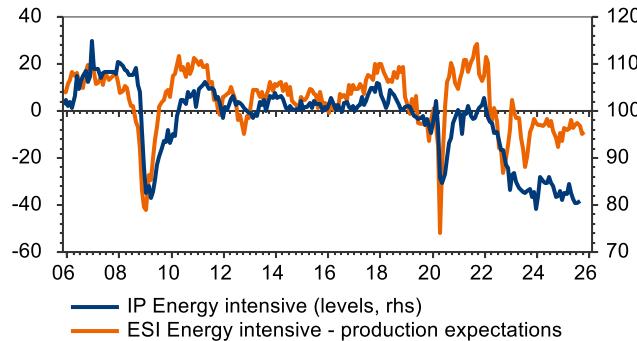
**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

Rimbalza la produzione a settembre dopo che il brusco calo di agosto era condizionato da anomalie stagionali



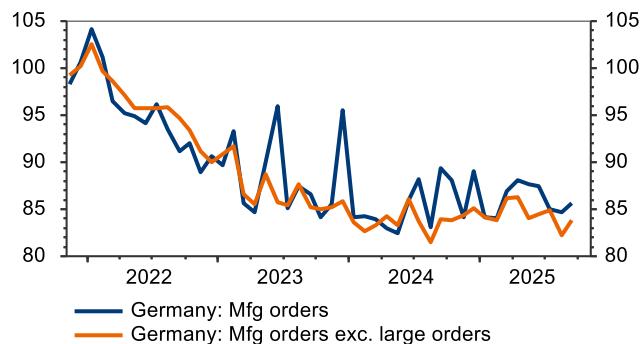
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

La produzione nei settori più energivori non ha più recuperato i livelli di fine 2021



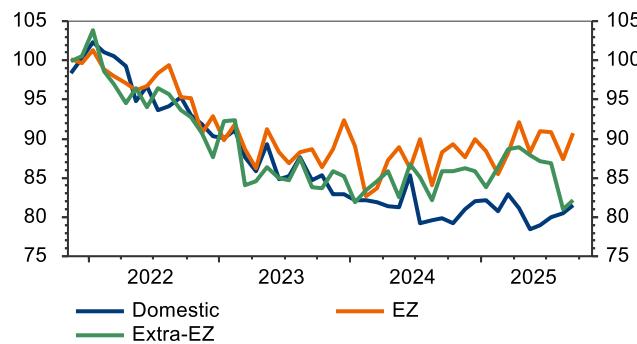
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, EU Commission DG Ecofin

I dati reali sugli ordini non mostrano ancora significativi segnali di recupero



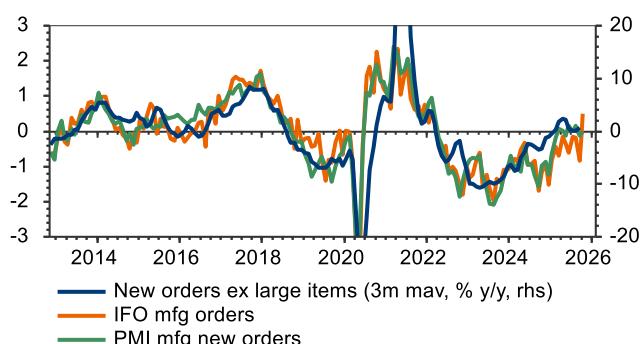
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

Ordini industriali al netto delle grandi commesse: domanda domestica ed europea in miglioramento, quella extra-Eurozona potrebbe risentire di dazi ed euro forte



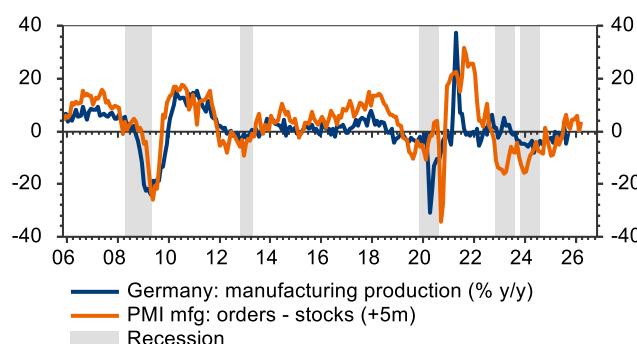
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

Indagini compatibili con un miglioramento della domanda nei prossimi mesi ma su ritmi ancora blandi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO, S&P Global

Indicatori anticipatori sono modestamente incoraggianti ma l'attività potrebbe restare debole a cavallo d'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, S&P Global

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSA e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protetico topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte

di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

### **Metodologia di valutazione**

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### **Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse**

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

---

### **Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice**

---

#### **Macroeconomic Analysis**

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### **Macroeconomic Research**

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com